

## **A avaliação do risco e da criação de valor no contexto empresarial**

Nuno Teixeira (nuno.teixeira@esce.ips.pt)

Escola Superior de Ciências Empresariais do  
Instituto Politécnico de Setúbal  
Campus do IPS, Estefanilha,  
Setúbal – Portugal

### **Resumo**

No contexto empresarial actual caracterizado pela mudança constante e pela concorrência global, torna-se imperativo identificar os riscos que condicionam a actividade das organizações, para que os empreendedores possam tomar decisões que transformem potenciais ameaças em oportunidades rentáveis.

Nesse sentido, começa-se por abordar os conceitos de risco e de criação de valor no contexto empresarial. De seguida, salienta-se o papel do plano de negócios como instrumento essencial para o sucesso empresarial, fazendo a ponte entre a reflexão sobre o negócio, os seus riscos e o planeamento financeiro.

Finalmente, são apresentadas as técnicas de análise financeira a utilizar nas várias fases da vida de um negócio, procurando-se salientar o seu contributo para a mitigação dos riscos e para a avaliação da criação de valor. Na avaliação da decisão de criação do negócio, chama-se a atenção para a análise de vários indicadores, para a aplicação de técnicas de avaliação do risco e para a elaboração de demonstrações financeiras previsionais, de modo a construírem-se referências para o controlo financeiro da execução do projecto. No desenvolvimento do negócio, pretende-se demonstrar a importância do conceito de rendibilidade supranormal para a avaliação periódica da criação de valor e para a sua interligação ao risco da empresa e às decisões tomadas nos diferentes ciclos da actividade. Após a implementação do negócio, destaca-se a necessidade de se avaliar a efectiva criação de valor, comparando as previsões iniciais com as realizações. Demonstra-se que tal análise é possível de efectuar através do conceito de rendibilidade supranormal, usando valores directos das demonstrações financeiras, o que torna a avaliação da criação de valor do negócio mais acessível a todos os empreendedores e mais fácil a tomada de decisões em projectos futuros.

## **Abstract**

In the current business environment characterized by constant change and global competition, it becomes imperative to identify risks that affect the activity of organizations, so that entrepreneurs can make decisions that turn potential threats into profitable opportunities.

In this sense, it begins by discussing the concepts of risk and value creation in a business context. Then, we emphasize the role of the business plan as an essential tool for business success, bridging the gap between thinking about the business, its risks and financial planning.

Finally, we present the techniques of financial analysis to be used in various life stages of a business, seeking to highlight their contribution to mitigating the risks and to evaluate the value creation. In evaluation of the business creation decision, called attention to the analysis of several indicators, to the application of techniques of risk assessment and to the preparation of financial statements, in order to build up references to the financial control of the project. In the development of business, aims to demonstrate the importance of the concept of supranormal profitability for the periodic evaluation of value creation and its interconnection to the company's risk and the decisions taken in different cycles of activity. After implementation of the business, there is a need to evaluate the real creation of value by comparing the initial predictions with the achievements. It is shown that such analysis is possible through the concept of supranormal profitability using direct values of the financial statements, which makes the evaluation of business value creation more accessible to all entrepreneurs and easier decision making in future projects.

## **Introdução**

No contexto empresarial actual caracterizado pela mudança constante e pela concorrência global, torna-se imperativo identificar os riscos a que as organizações estão sujeitas, para que os empreendedores possam tomar decisões que atenuem o seu impacto na actividade e que transformem potenciais ameaças em oportunidades rentáveis.

Assim, pretende-se, em primeiro lugar, abordar neste trabalho os conceitos de risco e de criação de valor no contexto empresarial, bem como salientar o papel do plano de negócios como instrumento essencial para o planeamento e controlo da actividade.

De seguida, são apresentadas as diferentes técnicas de análise financeira, procurando-se salientar o seu contributo para a mitigação dos riscos e para a avaliação da criação de valor nas várias fases da vida de um negócio – criação, desenvolvimento e pós-implementação.

### **1. O risco e a criação de valor no contexto empresarial**

O conceito de risco está relacionado com a possibilidade de perda. Por isso, quanto maior for essa probabilidade, maior será o risco. No contexto empresarial, reflecte-se na possibilidade de variação dos fluxos de caixa futuros. Assim, em qualquer negócio, quanto maior for a incerteza na sua previsão, maior irá ser o risco (Neves, 2000). Deste modo, uma das principais preocupações dos investidores, é aferir o risco inerente às suas aplicações para determinarem (Brealey e Myers, 1998):

- A facilidade de reembolso dos valores aplicados bem como, a possibilidade de obtenção de ganhos;
- A rendibilidade a exigir de retorno uma vez que, a remuneração deverá variar no mesmo sentido que o nível de risco associado ao investimento realizado. Assim, poderão ser compensados por assumirem aplicações de maior risco.

Nesta sequência de ideias, podemos dizer que o risco e a rendibilidade apresentam a seguinte relação:

- Aplicações com risco elevado ➔ investidores exigem rendibilidades elevadas;
- Aplicações com risco reduzido ➔ investidores exigem rendibilidades reduzidas.

Transportando o conceito de risco para a actividade de uma empresa, o investidor vê-se confrontado com dois tipos de risco, que no seu conjunto, representam o risco total que irá incorrer numa eventual aplicação de capitais nessa entidade (Mota e Tomé, 1998):

- O *risco específico*, que está associado à actividade de uma empresa específica e à sua posição competitiva face aos seus concorrentes directos;

- O *risco do mercado*, que está directamente relacionado com a evolução do sector de actividade, com a envolvente da empresa e o modo, como os contextos económico, político e legal, social e tecnológico, poderão influenciar o seu sucesso empresarial.

Relativamente ao *risco específico* da empresa, poderá subdividir-se em (Neves, 2000):

- O *risco do negócio*, que está associado à actividade de exploração da empresa e verifica em que medida, a estratégia delineada e as acções implementadas, permitem que o negócio tenha capacidade de autofinanciamento, ou seja, cubra a totalidade de gastos necessários à sua actividade normal;
- O *risco financeiro*, que está interligado com a estrutura financeira da empresa, devendo ser analisado em três perspectivas:
  - A *cobertura dos encargos financeiros*, que verifica se os resultados gerados pela actividade são capazes de cobrir os encargos financeiros decorrentes do endividamento da empresa. Nesta óptica, o risco financeiro faz-se sentir pela possibilidade da estrutura financeira adoptada, prejudicar a rentabilidade dos investidores;
  - A *tesouraria*, que representa a situação financeira de curto prazo. O risco financeiro surge, pela possibilidade dos recebimentos normais da actividade não serem suficientes para se cumprirem as obrigações com terceiros;
  - A *estrutura de capitais*, que representa a capacidade de solvabilidade no médio e longo prazo. Neste caso, o risco financeiro está relacionado com o facto do endividamento atingir proporções elevadas que possam colocar em causa no futuro, o cumprimento das obrigações com terceiros.

A criação de valor, está interligada à capacidade da empresa para criar uma rentabilidade aos investidores, superior ao custo do financiamento da sua actividade (Jordan *et al*, 2002). Logo, tal como referido anteriormente, quanto maior for o risco percebido pelos investidores relativamente à empresa, maior o custo que vão exigir para remunerar os capitais que aplicam na sua actividade. Assim, exigirão maiores fluxos financeiros que, eventualmente, poderão ser difíceis de obter, deixando a empresa de ser atractiva para potenciais investimentos. Em consequência, a maior dificuldade para encontrar financiadores poderá colocar em causa a sua própria sobrevivência.

Deste modo, torna-se evidente que a avaliação do risco é extremamente importante para a tomada de decisões e que existem diversas variáveis que deverão ser analisadas e monitorizadas aquando da sua medição. Assim, para se aferir o risco associado a uma determinada empresa e se implementarem as acções necessárias à sua cobertura, há um instrumento de trabalho que poderá ser muito útil no planeamento e controlo da actividade: o *Plano de Negócios*.

## 2. O Plano de Negócios como instrumento do sucesso empresarial

O plano de negócios é um instrumento fundamental para a criação e desenvolvimento de uma empresa. Pode ser definido como um documento que permite analisar os factores críticos para o sucesso de um negócio (Sanchez e Cantarero, 2000). Deverá considerar as condições do meio envolvente e os recursos internos da organização, bem como a definição das estratégias a implementar, estabelecendo as diversas acções a empreender ao nível da oferta a desenvolver, dos processos de trabalho a realizar, do alinhamento dos recursos a utilizar e das medidas a ter como referência no controlo e na monitorização da actividade (Freire, 2000). Para além disso, o plano de negócios deve, igualmente, dar uma imagem precisa do presente e futuro da empresa, mostrando a viabilidade económica e financeira do negócio e a sua capacidade de crescimento de forma sustentada ao longo do tempo (Sanchez e Cantarero, 2000).

Deste modo, podemos concluir que o plano de negócios deverá representar uma verdadeira reflexão sobre o negócio e a melhor maneira de implementá-lo, evidenciando as reais possibilidades de êxito de uma empresa. A sua correcta elaboração irá permitir a identificação dos principais riscos que a empresa incorre e a definição de acções que permitam a sua mitigação (Freire, 2000).

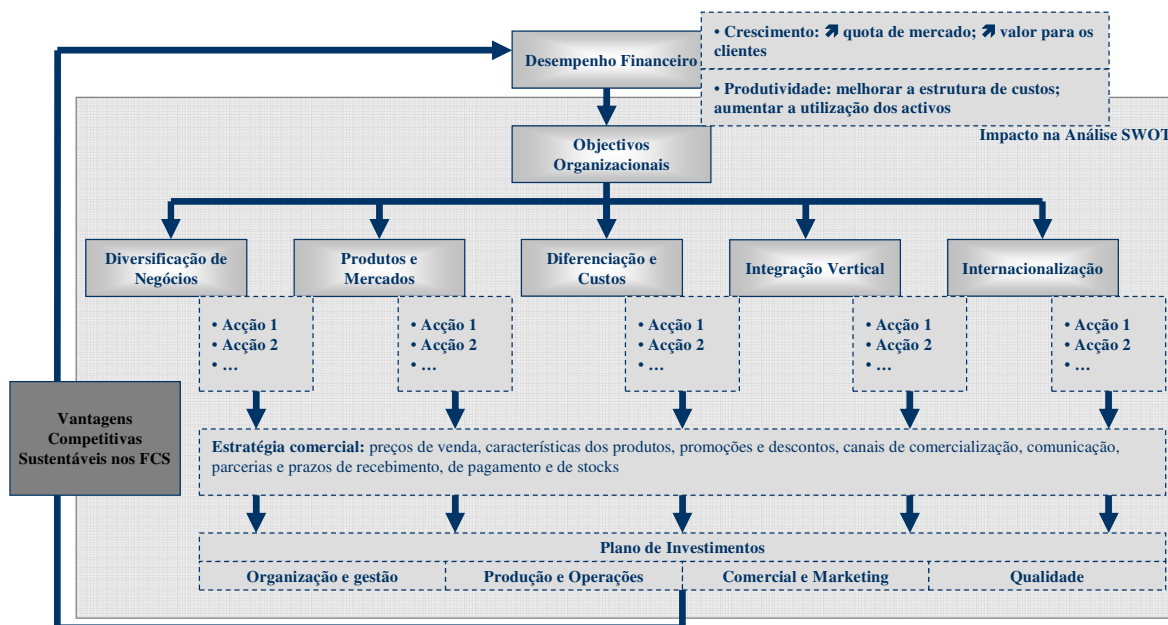
Ao nível do *risco do mercado*, a análise estratégica da envolvente, da organização e dos recursos internos permite a determinação de oportunidades e ameaças que possam condicionar o sucesso da empresa, bem como verificar quais as competências internas a desenvolver que se poderão traduzir em vantagens competitivas face aos concorrentes directos. Assim, de acordo com Freire (1998) irá ser possível definir objectivos e estratégias empresariais a implementar devidamente alinhadas face aos factores críticos de sucesso, tanto ao nível corporativo (grau de diversificação de negócios e de integração vertical) como ao nível mais específico de cada negócio a desenvolver (âmbito dos produtos e mercados a abranger, grau de diferenciação versus custos e nível de internacionalização). No que diz respeito, ao *risco do negócio* o estudo da viabilidade económica da actividade, permite verificar se, ao longo do tempo, o volume de negócios consegue cobrir a totalidade dos gastos e investimentos normais da actividade, gerando a rentabilidade pretendida (Neves, 2002).

Finalmente quanto ao *risco financeiro* a identificação da estrutura financeira a utilizar, irá evidenciar o seu impacto na rentabilidade para o empreendedor e na capacidade financeira da empresa, tanto ao nível da sua liquidez de curto prazo como da sua solvabilidade sustentada perante as obrigações com terceiros (Menezes, 2003).

Assim, o plano de negócios deve ser realizado periodicamente ao longo da vida de uma organização, permitindo medir o seu êxito em termos económicos e financeiros. A sua elaboração, é fundamental para que uma organização consiga cobrir os diferentes níveis de risco a que está sujeita, tanto no início da sua vida, por meio da criação de um negócio, como também, durante o

seu desenvolvimento e após a sua implementação, de modo a validar-se a efectiva criação de valor que se obteve com a sua execução e a aproveitar-se as experiências adquiridas na realização de novos projectos que garantam o crescimento sustentado.

Figura 1: Lógica da elaboração periódica do plano de negócios



### 3. O risco e as expectativas de valor na criação de um negócio

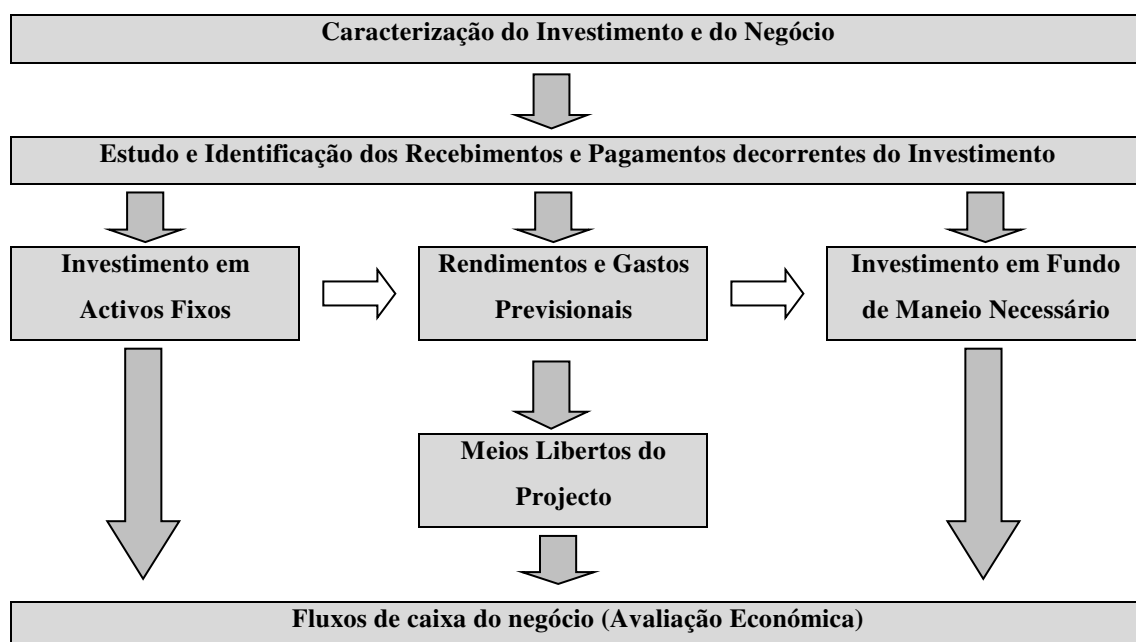
A criação e o desenvolvimento de qualquer negócio compreendem múltiplas decisões, destacando-se a análise da viabilidade dos investimentos necessários para garantir-se os meios adequados à concretização dos objectivos organizacionais previamente traçados. A realização de investimentos exige a aplicação de importantes recursos financeiros com impacto durante diversos exercícios económicos, sendo fundamental conhecer como os diversos riscos se reflectem a nível económico e financeiro na organização. Por isso, abordaremos de seguida a metodologia que os empreendedores deverão utilizar na avaliação da decisão de investimento num processo de criação de negócio.

A análise da sua viabilidade económica e financeira é feita normalmente para um horizonte temporal de médio e longo prazo, nunca inferior a 5 anos de exploração (Menezes, 2003). No entanto, o número de períodos económicos a estudar está directamente relacionado com a vida útil dos investimentos a realizar, podendo variar bastante de acordo com o sector de actividade que se pretende analisar (Mota *et al*, 2004). Por exemplo, empresas da área de negócios das tecnologias de informação, caracterizada por ter produtos com ciclo de vida muito reduzido, terão estudos de viabilidade com um número de anos previsionais bastante menor face a *players* do sector da hotelaria, cuja actividade exige elevados investimentos iniciais em construção e em mobiliários que apenas são rentabilizados na sequência de vários anos de exploração. Após se verificar a capacidade

dos investimentos para gerarem resultados ao longo dos diversos exercícios da sua vida útil, considera-se ainda um último ano, que representa o finalizar do projecto, onde se faz a avaliação dos activos e passivos necessários à actividade e constata-se a sua contribuição para a viabilidade do negócio em análise (Menezes, 2003).

A avaliação económica da decisão de investimento é realizada, tendo em consideração os fluxos de caixa futuros que se perspectiva que o negócio em análise possa vir a obter. Utilizam-se os fluxos de caixa em prejuízo dos resultados contabilísticos, em virtude destes últimos não representarem necessariamente meios financeiros. Assim, uma decisão de investimento baseada em resultados, sem ter em conta, por exemplo, os prazos médios de recebimento e de pagamento a praticar na actividade, poderá colocar em causa a sobrevivência da empresa, uma vez que não se consegue ter uma visão dos meios financeiros reais que estarão disponíveis para o normal desenvolvimento do negócio (Brealey e Myers, 1998). Para se apurarem os fluxos de caixa relativos ao negócio a criar, para além dos valores do investimento, deverão considerar-se os meios libertos do projecto e os investimentos em fundo de maneio. Os primeiros, incluem os resultados que se esperam gerar na actividade normal a desenvolver, acrescidos dos custos não desembolsáveis que não exigem pagamentos à empresa, como são os casos das amortizações e depreciações, representativas do desgaste periódico dos investimentos a realizar; os segundos, estão relacionados com a política comercial a assumir, nomeadamente com os prazos de recebimento dos rendimentos gerados e com os prazos de pagamento dos diversos gastos da actividade. O esquema seguinte resume o processo base de apuramento dos fluxos de caixa tendo em vista a avaliação da decisão económica de investimento (Teixeira e Pardal, 2005):

Figura 2: Determinação dos fluxos de caixa do negócio



Como referido, a viabilidade económica é estudada com base em fluxos de caixa futuros que são determinados em função de previsões, que têm sempre um certo grau de incerteza. Mas, para além disso, coloca-se outro desafio na avaliação da decisão de investimento: o valor do capital é relativo ao longo do tempo, derivado da evolução das taxas de inflação e de juro. O facto de, com o passar dos anos, os preços variarem e as taxas de juro adequarem-se para garantirem uma rentabilidade que torne atractiva a poupança face ao consumo, implica que o valor de um capital no futuro, teoricamente deva incluir o efeito da remuneração acumulada que gerou para os investidores até ao período onde se vence (Matias, 2004).

O investimento, é normalmente realizado nos primeiros momentos da criação do negócio, o que significa que não é directamente comparável com os fluxos de caixa posteriores que já incluem o efeito da valorização monetária. Daí que, para se determinar a efectiva criação de valor face ao investimento realizado, tenhamos que valorizar todos os fluxos de caixa, de acordo com os padrões monetários existentes aquando do momento da criação do negócio e da efectivação do investimento. Assim, para conhecermos o seu valor no presente, temos que corrigir o efeito de acumulação de rendimento existente nos fluxos de caixa futuros. Designamos essa operação como a actualização dos excedentes financeiros gerados para o momento inicial do projecto.

Finalmente, se partimos do princípio de que os fluxos de caixa futuros incluem uma remuneração que compensa os investidores pela realização do investimento inicial no negócio, há que definir qual a rentabilidade a exigir periodicamente ao projecto. Ou seja, os fluxos de caixa gerados com a criação e o desenvolvimento do negócio deverão ser capazes de remunerar tanto os donos da empresa como os diversos credores financeiros que disponibilizaram os capitais necessários à realização do investimento (Mota *et al*, 2004). Deste modo, aconselha-se a utilizar como referência para a remuneração a exigir, o custo médio ponderado do capital (weighted average cost of capital - WACC), que inclui o custo do capital alheio ajustado das poupanças fiscais (os juros são aceites como gastos da actividade, implicando menos imposto sobre o rendimento a pagar e gastos efectivos de financiamento inferiores), bem como o custo do capital próprio (capital investido pelos empreendedores) que deve evidenciar a taxa de retorno que os investidores esperam obter para serem compensados do risco de serem proprietários (Teixeira e Alves, 2003). A sua forma de cálculo é a seguinte:

$$WACC = ( CP / A ) \times Ke + ( P / A ) \times Kd \times ( 1 - t )$$

Legenda:

CP = Capitais Próprios; A = Activo Líquido; P = Passivo; Ke = Custo Capital Próprio; Kd = Custo Capital Alheio; t = Taxa efectiva de impostos sobre o rendimento



Relativamente ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, pode ser determinado através das taxas negociadas com as entidades financeiras (Neves, 2002).

Quanto ao custo do capital próprio, poderá ser calculado tendo em consideração a rendibilidade média dos capitais próprios do sector de actividade ou, simplesmente, através da adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2002).

Assim, anualmente retiramos aos fluxos de caixa gerados, a parte da remuneração correspondente a cada um dos investidores do projecto, servindo os valores remanescentes para cobrir o investimento inicial e para gerar autofinanciamento.

Esta lógica de actualização dos fluxos de caixa futuros com base numa taxa de remuneração que, contempla a rendibilidade exigida pelos investidores, permite-nos chegar ao primeiro e mais importante indicador de avaliação da viabilidade económica do negócio, o *VAL – valor actual líquido*. O VAL de um projecto de investimento corresponde à soma de todos os fluxos de caixa previsionais actualizados ao momento inicial, comparando os excedentes de tesouraria decorrentes da actividade normal da empresa, com os desembolsos de investimentos realizados. O seu valor deverá ser sempre positivo, o que evidencia capacidade para cobrir o investimento inicial, para garantir a remuneração exigida pelos investidores e, ainda, para gerar excedentes que contribuem para uma maior autonomia financeira no desenvolvimento da actividade.

Em simultâneo, é também interessante determinar a remuneração máxima que o projecto pode conceder aos investidores, designando-se esse indicador como a *taxa interna de rendibilidade – TIR*. Se os investidores obtiverem anualmente esta rendibilidade, o valor remanescente dos fluxos de caixa gerados apenas consegue cobrir o investimento realizado, não havendo a criação de quaisquer outros excedentes para a actividade. Acima dessa remuneração, o projecto não consegue, em simultâneo, cobrir o investimento inicial e a rendibilidade exigida pelos diferentes investidores (Menezes, 2003).

Finalmente, um outro indicador muito utilizado na avaliação da decisão económica do projecto diz respeito ao *pay-back* que nos indica o número de períodos necessários para o negócio recuperar o investimento inicialmente realizado. Tal análise, torna-se especialmente importante em cenários de maior risco, procurando os investidores realizar projectos com *pay-backs* menores (Menezes, 2003). Estes três indicadores permitem aferir a capacidade dos negócios que se pretendem implementar, para cobrirem os riscos identificados e gerarem as rendibilidades exigidas pelos diferentes investidores dos projectos.

Relativamente à avaliação da viabilidade financeira dos projectos, esta tem em consideração a análise e selecção das fontes de financiamento a utilizar. A decisão de financiamento deverá pesar, em simultâneo, o impacto dos gastos financeiros na rendibilidade da actividade e a sustentabilidade

do crescimento a médio e longo prazo através de uma estrutura de capitais equilibrada que não pressione em demasia a tesouraria da empresa. Os negócios até atingirem o seu ritmo cruzeiro (nível normal de actividade de acordo com a capacidade de produção instalada) passam por etapas de lançamento e de crescimento rápido, que exigem investimentos constantes no ciclo de exploração como são os casos das campanhas publicitárias, dos prazos de recebimento e descontos concedidos a clientes e os stocks constituídos para garantirem os níveis de serviços pretendidos. Por isso, nas fases iniciais dos negócios, os fluxos de caixa gerados não são normalmente elevados e, assim, as empresas deverão tentar obter fontes de financiamento de exigibilidade reduzida. Face ao maior custo associado às dívidas com maiores maturidades, as empresas privilegiam muitas vezes a menor pressão sobre a tesouraria em prejuízo da rendibilidade no curto prazo, derivado dos maiores gastos financeiros a que ficam sujeitas.

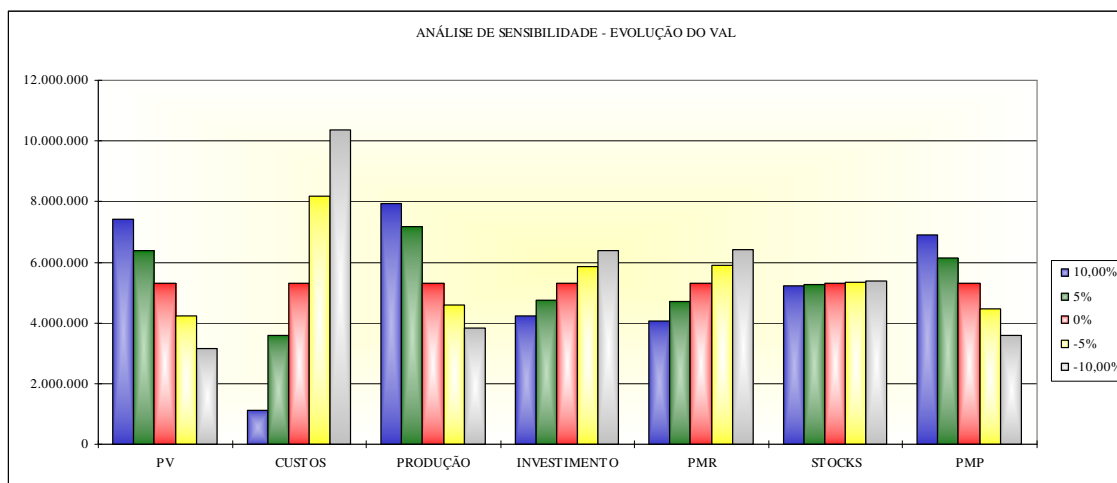
De salientar que, de acordo com o IAPMEI (2006), o acesso a fontes de financiamento, com custos acessíveis, montantes suficientes e maturidades adequadas, é uma das principais condicionantes do desenvolvimento do mercado empresarial português, constituído essencialmente por empresas de reduzida dimensão, comparativamente às realidades de outros países. No que diz respeito à dimensão das empresas, o observatório europeu das PME refere mesmo, que esta é a variável chave para o desenvolvimento das empresas mais pequenas, visto que, na maioria dos casos, estes competidores apresentam maior risco para as entidades financeiras (menos capacidade para apresentarem garantias colaterais e falta de qualidade da informação emitida e divulgada) e, por isso, têm menos acesso ao capital necessário para financiar o seu crescimento (KPMG e EIM, 2000). Face à existência destas barreiras, ainda se torna mais importante a avaliação das fontes de financiamento a utilizar para se garantirem os meios necessários ao desenvolvimento com sucesso dos negócios.

As decisões de investimento baseiam-se em dados previsionais sobre situações que se verificarão no futuro. Relativamente a situações futuras ninguém pode ter a certeza que determinado acontecimento se verificará. Sendo os fluxos de caixa previsionais do projecto um acontecimento futuro, tanto podem assumir o valor previsto como outro qualquer. Face à ignorância sobre qual será efectivamente o resultado futuro dos fluxos de caixa, dever-se-á quantificar o risco e incerteza associado a eles. Assim, para dar maior robustez ao estudo de viabilidade económica e financeira, o empreendedor deverá realizar vários métodos de medição do risco e incerteza na avaliação dos negócios a criar. De entre eles, destacamos a análise de sensibilidade, a criação de cenários, o método Monte Carlo e o ponto crítico do projecto (Brealey e Myers, 1998).

A análise de sensibilidade consiste em verificar a reacção dos resultados dos indicadores de avaliação às alterações de variáveis determinantes para a criação de valor, como por exemplo:

preços de venda, quantidades vendidas, quantidades produzidas, nível dos custos operacionais, nível de investimento, nível de stocks, prazos médios de recebimento e de pagamento e nível de financiamento. Para além disso, deverão ser realizadas várias simulações para cada variável obtendo-se assim, uma imagem concreta de quais as mais importantes para o sucesso do projecto e que, nesse sentido, deverão ser acompanhadas com maior rigor (Teixeira e Pardal, 2005).

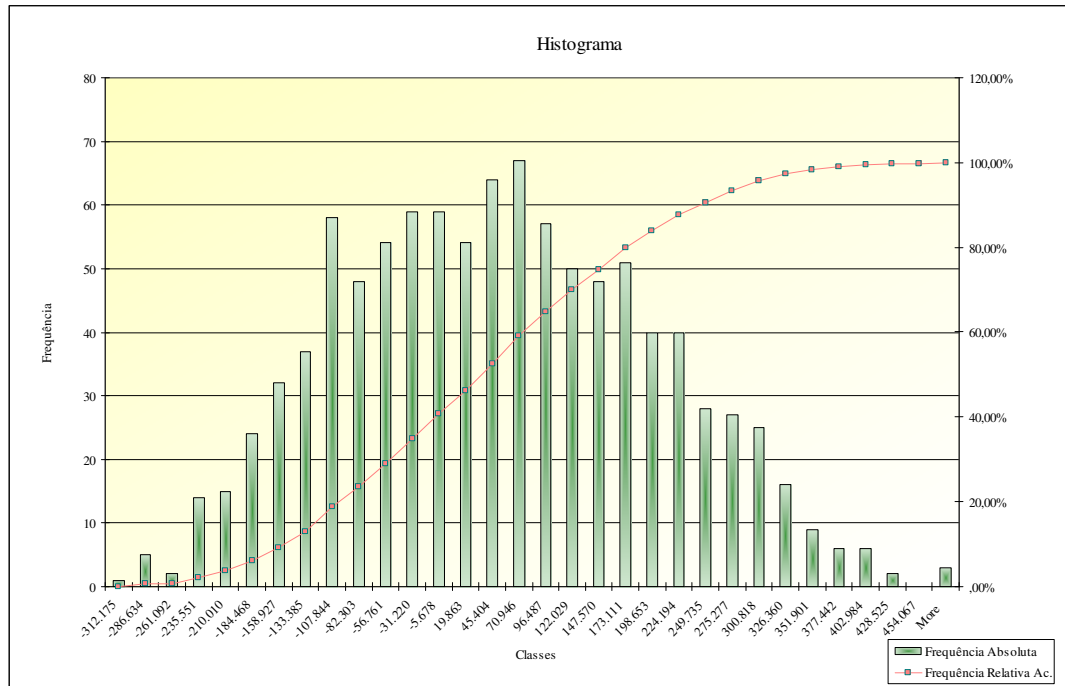
Gráfico 1: Exemplo da análise de sensibilidade nos resultados do VAL



Relativamente à criação de cenários, tem como pressuposto fazer variar em simultâneo mais do que uma variável determinante para a criação de valor, originando normalmente um cenário optimista e outro pessimista, que comparamos com as estimativas iniciais, o que nos possibilita verificar a viabilidade do projecto em realidades diferentes (Teixeira e Pardal, 2005).

No que diz respeito ao método Monte Carlo, permite também alterar em simultâneo diversas variáveis através da geração de números aleatórios, criando uma quantidade infinita de cenários que resultarão numa distribuição normal dos vários resultados do VAL. Assim, torna-se possível elaborar um histograma, constituído pelas classes correspondentes aos resultados obtidos do VAL e, nesse sentido verificar aquela onde existe maior frequência de resultados, obtendo uma imagem bem mais rigorosa sobre a viabilidade do projecto (Teixeira e Pardal, 2005).

Gráfico 2: Exemplo de histograma de frequências do VAL



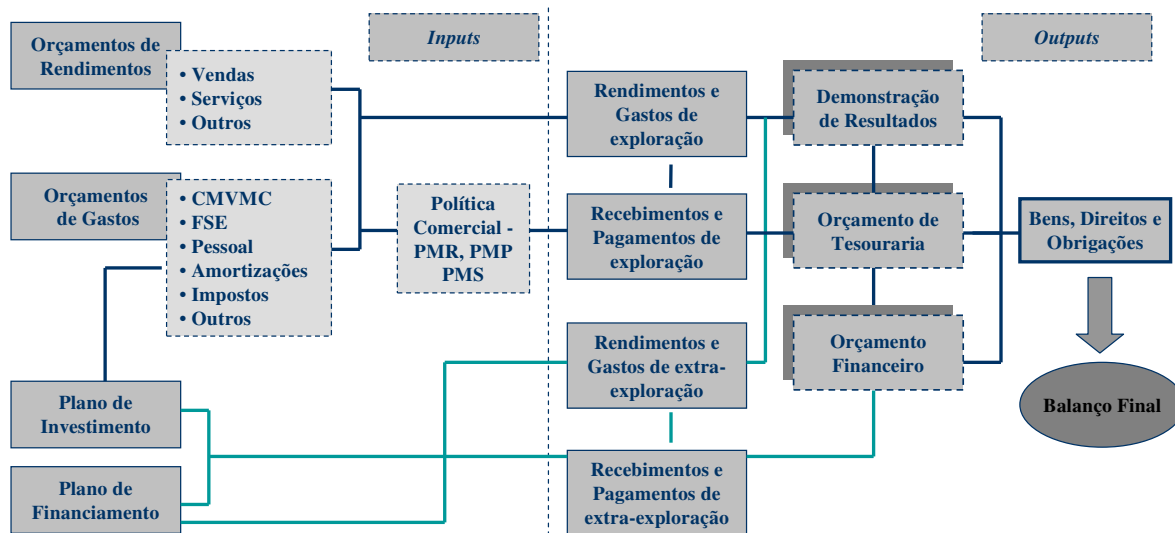
Para além disso, podemos calcular todos os indicadores estatísticos necessários para estudar a amostra de simulações obtida, o que nos permite, mais uma vez, conhecer bastante melhor a viabilidade do projecto em análise, nomeadamente as suas medidas de tendência central e de dispersão.

Quanto ao ponto crítico do projecto, responde a uma das perguntas mais frequentes que os empreendedores colocam quando planeiam a realização de qualquer investimento: quanto têm que facturar para garantirem o retorno do capital disponibilizado para a criação do negócio. Este indicador evidencia-nos o valor de volume de negócios necessário para cobrir os gastos e necessidades financeiras decorrentes da actividade, bem como o custo do capital que financia o investimento inicial. Deste modo, ficamos a conhecer o nível de volume de actividade que irá ser exigido nos anos de vida útil do projecto, para que se consiga cobrir o investimento inicial e obter a rentabilidade pretendida com a aplicação dos capitais na criação do negócio.

Finalmente, o estudo de viabilidade económica e financeira do negócio a criar, deverá, também, dar origem às demonstrações financeiras previsionais da empresa, permitindo ter uma ideia clara sobre a evolução dos resultados contabilísticos, assim como, dos valores investidos na actividade e das respectivas fontes de financiamento utilizadas. Deste modo, o empreendedor pode estimar qual irá ser a situação patrimonial futura da empresa e constatar a sua sustentabilidade financeira a médio e longo prazo. Para além disso, a elaboração das demonstrações financeiras previsionais, irá igualmente, permitir a criação de referências relativamente às metas económicas e financeiras a

atingir, tornando possível a monitorização e controlo das realizações e a acção atempada perante eventuais desvios periódicos na actividade.

Figura 3: Lógica de elaboração das demonstrações financeiras previsionais



Em conclusão, podemos referir que a realização do estudo da viabilidade económica e financeira na criação de negócios, permite aos empreendedores identificarem os principais riscos que poderão criar constrangimentos ao desenvolvimento da actividade, as acções a implementar que contribuirão para a obtenção de vantagens competitivas sustentáveis, as variáveis mais importantes para a criação de valor que deverão ser acompanhadas com maior rigor, bem como estabelecerem referências de metas a atingir periodicamente que funcionarão como padrões do sucesso na realização do projecto.

#### 4. O risco e a criação de valor no desenvolvimento do negócio

A monitorização e controlo da actividade são fundamentais para se garantir a obtenção dos objectivos organizacionais estabelecidos. Actualmente, instrumentos como o *Tableau de Bord* e o *Balanced Scorecard* são cada vez mais utilizados na avaliação do desempenho das organizações, procurando monitorizar para além dos indicadores financeiros, variáveis como a qualidade, a inovação e o grau de satisfação dos clientes, fundamentais para o sucesso sustentado, que não se encontram reflectidas nas demonstrações financeiras das empresas (Jordan *et al*, 2002). No entanto, o desempenho financeiro continua a ser um indicador que permite resumir o impacto na criação de valor através das decisões tomadas ao nível das várias áreas de actuação das empresas. Por isso, iremos de seguida abordar os principais temas que os empreendedores deverão ter em consideração no controlo financeiro do desenvolvimento dos negócios, de modo a compreenderem a situação

presente, tanto ao nível da criação de valor como dos riscos a que a empresa está sujeita e, agirem atempadamente sobre os resultados futuros.

No normal desenvolvimento de qualquer negócio, o ROI (*return on investment*) é a grande referência, tanto a nível empresarial como em trabalhos de investigação, para a avaliação da rendibilidade da actividade (Nilsson e Olve, 2001).

O nível de rendibilidade de qualquer aplicação de capitais está associado aos resultados gerados, mas também, ao volume de investimentos necessários para gerar esses resultados. Por exemplo, uma pessoa que deposite 1.000€ (investimento de capital no banco) e que gere ao fim de 1 ano através dessa aplicação um juro de 100€ (resultado do investimento), obteve uma rendibilidade de 10% (resultado / investimento). Seguindo esta lógica, o ROI compara os resultados normais da actividade do negócio da empresa, com o volume de investimentos necessário para a produção desses resultados. A forma de cálculo tradicional deste indicador é a seguinte (Menezes, 2003):

$$ROI = \frac{\text{Resultados Operacionais} \times 100}{\text{Activo Líquido}}$$

Este indicador, se comparado com o custo do financiamento da actividade (WACC anteriormente apresentado), permite a par dos conhecidos e mais recentes EVA® (*Economic Value Added*) e Resultado Residual (RR), determinar a capacidade de criação de valor através do desenvolvimento normal do negócio.

Para se demonstrar o relacionamento entre as duas ópticas de análise de desempenho financeiro, iremos utilizar, por uma questão de simplificação de raciocínio, o resultado residual (indicador idêntico ao EVA® que apenas não corrige o resultado operacional do IRC) e o ROI calculado da forma tradicional (Teixeira, 2008).

Cálculo do ROI:

$$ROI = \frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Activo Líquido}}$$

Cálculo do Resultado Residual:

$$RR = \text{Resultados Operacionais} - \text{Activo Líquido} \times WACC$$

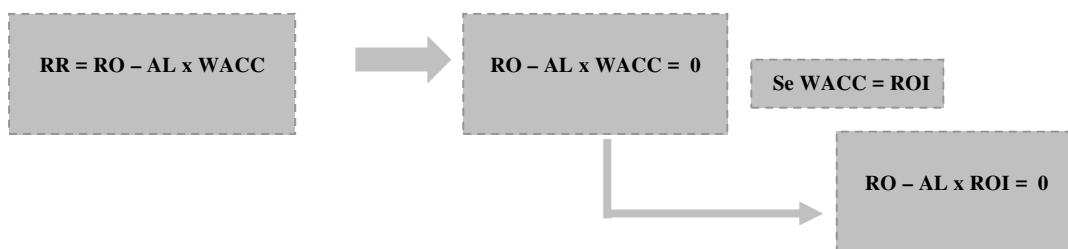
Desenvolvendo a equação do ROI de modo a igualá-la a zero temos:

$$AL \times ROI = RO$$



$$RO - AL \times ROI = 0$$

Como é fácil de verificar, existe uma grande coincidência na forma de cálculo. Vejamos o que sucede se o resultado residual for igual a zero:



Deste modo, é possível estabelecer uma relação entre os dois conceitos:

- Se o  $ROI = WACC$  (custo médio ponderado do capital)  $\rightarrow$  o resultado residual = 0, ou seja, significa que não se está a criar valor;
- Se o  $ROI > WACC$   $\rightarrow$  o resultado residual  $> 0$ , significa que a empresa está a gerar uma rendibilidade superior ao custo do capital investido na actividade, ou seja, que está a criar valor;
- Se o  $ROI < WACC$   $\rightarrow$  o resultado residual  $< 0$ , significa que a empresa está a gerar uma rendibilidade inferior ao custo do capital investido na actividade, ou seja que está a perder valor.

Concluimos, ainda, que o valor do resultado residual está relacionado com a rendibilidade gerada, sendo positivo ou negativo consoante a rendibilidade seja superior ou inferior ao custo de financiamento exigido pelos investidores.

Fica então demonstrado que existe uma relação directa entre o ROI, o custo do capital (WACC) e o resultado residual ou EVA®, consoante se utilize um ou outro indicador. Sendo assim, conhecendo o custo do capital, podem-se tomar as mesmas decisões calculando qualquer um dos três indicadores referidos (Anthony e Govindarajan, 2001).

Esta comparação entre a rendibilidade criada (ROI) e o custo do financiamento (WACC) está também associada ao conceito de rendibilidade supranormal referido por Neves (2000a), que é a capacidade da empresa para gerar uma rendibilidade na sua actividade superior à rendibilidade exigida (esperada) pelos investidores, de acordo com o nível de risco em que se encontra.

De referir, ainda, que existe uma certa dificuldade em comparar a capacidade de criação de valor ao longo do desenvolvimento do negócio, com as expectativas de valor no início do projecto. Isto porque, a análise da decisão de investimento é realizada com base em fluxos de caixa futuros, enquanto no desenrolar normal do negócio se controla a criação de valor através da rendibilidade estudada em função dos resultados contabilísticos da actividade. Assim, uma possível ligação entre as duas análises, é o facto de que se o ROI for superior ao WACC (rendibilidade utilizada igualmente como referência pelos investidores na actualização dos fluxos de caixa aquando da decisão de criação do negócio), significa que o negócio está a criar uma remuneração aos investidores superior ao que eles pretendiam ver garantida no início do projecto.

A criação de valor de qualquer organização está dependente, por um lado, da atractividade inerente ao sector de actividade onde trabalha (dimensão e ritmo de crescimento do mercado, poder de negociação de clientes e fornecedores, nível de rivalidade, ameaça de entrada de novos concorrentes e de produtos substitutos) e às condições do meio envolvente (contextos político-legal, tecnológico, social e económico) e, por outro, da própria capacidade da empresa para gerir os seus recursos internos (materiais, financeiros, sistemas de informação, recursos humanos e recursos organizacionais como espírito de equipa, cultura de inovação e de partilha de conhecimento, etc). A adequação estratégica entre estas duas visões é que irá permitir a criação de vantagens competitivas sustentáveis e, em sequência, níveis superiores de criação de valor, reflectidos numa maior quota de mercado e numa maior eficiência na utilização dos recursos (Freire, 1998).

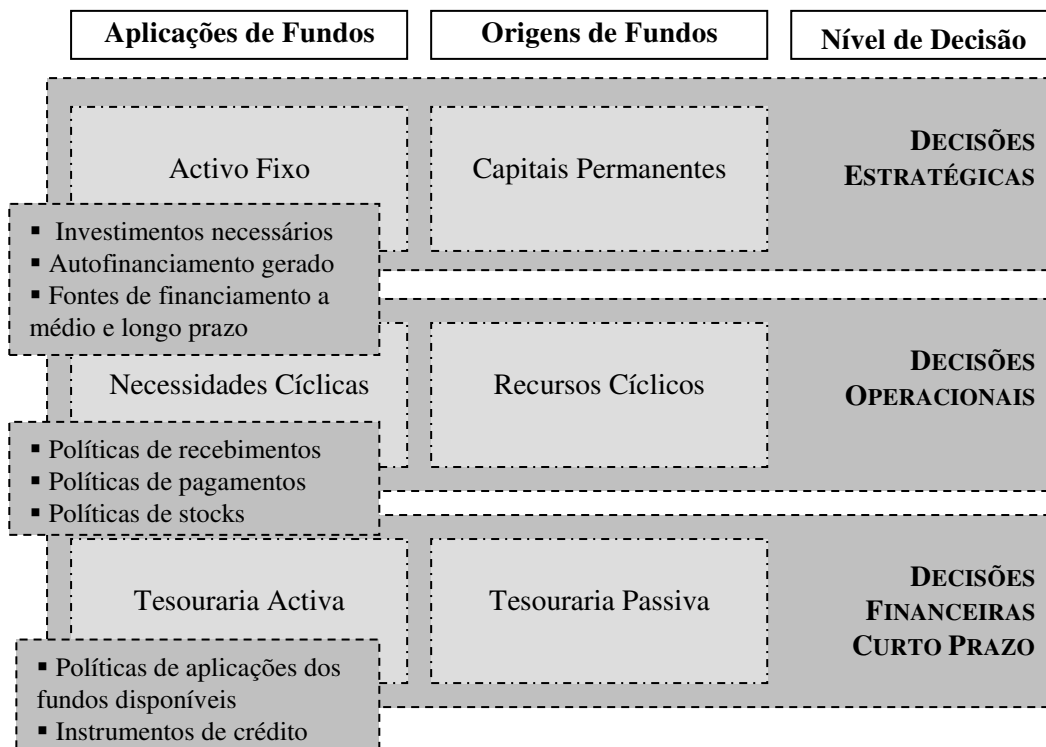
Portanto, a criação de valor está claramente associada às decisões de gestão, tomadas na actividade regular de uma empresa. Em termos de lógica financeira podemos resumir três níveis de decisão (Neves, 2002):

- Decisões estratégicas: visam identificar os investimentos a realizar de forma, a reforçar as competências centrais que irão proporcionar no médio e longo prazo o sucesso empresarial, bem como as fontes de financiamento adequadas, considerando quer a forma como se repercutem no risco financeiro quer na rendibilidade dos investidores;
- Decisões operacionais: estão relacionadas com as acções a implementar de modo a que o ciclo de exploração garanta o nível de serviço pretendido e que as necessidades financeiras daí decorrentes, tenham fontes de financiamento com graus de exigibilidade idênticos à liquidez gerada;
- Decisões financeiras de curto prazo: pretendem garantir as melhores opções de aplicação dos fundos disponíveis e as fontes de financiamento apropriadas, para cobrir os picos de actividade, que normalmente estão associados a momentos de maior pressão sobre a tesouraria.

Como facilmente se constata, os três níveis de decisões têm impacto na capacidade de criação de valor e na saúde financeira da empresa, estando a própria organização da demonstração financeira denominada de balanço estruturada de acordo com estes princípios. Para esse efeito, vejamos os grandes conceitos que formam o balanço, interligando-os com os vários níveis de decisão:



Figura 4: Balanço e níveis de decisão:



Assim, torna-se evidente que a organização do balanço, pretende mostrar claramente o impacto dos diferentes níveis de decisão na estrutura financeira da empresa.

Em primeiro lugar, surgem as rubricas relacionadas com as decisões estratégicas, que se reflectem de forma duradoura no funcionamento da organização e na sua capacidade financeira. É neste nível de decisão, que são escolhidos os investimentos necessários, considerando a capacidade de produção que se pretende atingir e o grau de adequação aos factores críticos de sucesso do negócio que se quer garantir. A escolha dos investimentos a realizar é fundamental, porque irá condicionar o nível de autofinanciamento da actividade, a gerar através dos resultados periódicos. Em função dos excedentes financeiros que se esperam obter, são igualmente tomadas decisões muito importantes ao nível do plano financeiro a médio e longo prazo uma vez que, se torna imprescindível realizar uma selecção criteriosa das fontes de financiamento indicadas para cobrir estes activos com um grau de liquidez mais reduzido. Deste modo, podemos dizer que as decisões estratégicas estão directamente relacionadas com os *ciclos de investimento e de financiamento*, que se vão reflectir directamente na estrutura de capitais permanentes da empresa (Neves, 2000).

De seguida, surgem as rubricas interligadas com o *ciclo de exploração* regular da empresa. Estão aqui incluídas, as diversas decisões relacionadas com a actividade normal, como sejam (Menezes, 2003): política comercial a estabelecer com os clientes que se repercute nos preços a praticar, prazos de recebimento a conceder, descontos de quantidade e de pronto pagamento a negociar;

política de aprovisionamento a implementar tendo em consideração o nível de serviço que se pretende garantir e em simultâneo, o custo financeiro associado à imobilização dos stocks; políticas de crédito a outros devedores do ciclo de exploração da empresa (por exemplo, os adiantamentos a fornecedores e a pessoal, por conta de despesas correntes da actividade); políticas de financiamento junto de fornecedores e de outros credores da actividade, sejam através da negociação de prazos de pagamento ajustados à liquidez dos activos a financiar, ou através do aproveitamento de descontos de quantidade ou de pronto pagamento; políticas de utilização de títulos de crédito como instrumentos de financiamento do ciclo de exploração quer pelo desconto ou aceite de letras, junto de clientes e de credores respectivamente.

Todas estas decisões, influenciam bastante as necessidades financeiras do ciclo de exploração e a própria situação de tesouraria da empresa.

Finalmente, surgem as rubricas relacionadas com as decisões de financiamento de curto prazo, que visam fundamentalmente, definir (Neves, 2000): políticas de aplicação dos fundos disponíveis, considerando a rendibilidade a gerar bem como, o grau de liquidez necessário para cobrir os compromissos financeiros; políticas de financiamento das necessidades financeiras pontuais, seleccionando os instrumentos a utilizar, tendo em conta, tanto o custo financeiro associado, como o grau de exigibilidade das mesmas.

Sendo assim, as decisões de financiamento de curto prazo, estão intimamente ligadas ao *ciclo de financiamento da situação de tesouraria* da empresa.

Estes ciclos de actividade, estão obviamente interligados e condicionam a rendibilidade obtida na actividade e a saúde financeira da empresa a curto e a médio e longo prazo.

A nível económico, a realização de investimentos em activos fixos, proporciona a existência de novos resultados e maior capacidade potencial de autofinanciamento.

Para se monitorizar a evolução da capacidade de autofinanciamento, para além do controlo dos resultados obtidos, há a necessidade de se acompanhar um conjunto de indicadores que nos auxiliam na análise do risco do negócio.

Assim, na gestão dos resultados e na aferição do risco do negócio, o empreendedor deverá monitorizar indicadores como o Ponto Crítico (volume de facturação necessário para cobrir os gastos decorrentes do negócio) e a Margem de Segurança (percentagem em que o volume de negócios real se encontra acima do ponto crítico), bem como a estrutura de custos variáveis (oscilam directamente com o volume de actividade e são normalmente representados pelo custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas e serviços externos necessários à produção) e de custos fixos (estão associados aos recursos estáveis da organização como os recursos humanos, instalações e máquinas e existem independentemente do volume de actividade), de forma a verificar

o grau de dificuldade com que o volume de negócios consegue cobrir os custos decorrentes da actividade normal. Relativamente aos custos fixos, estão muito associados à eficiência dos recursos internos utilizados na actividade. Nesse sentido, poderão ser optimizados genericamente através de três formas (Freire, 1998): economias de escala que criam uma diminuição dos custos unitários da oferta disponibilizada, através do aumento do volume de negócios, continuando a utilizar o mesmo nível de recursos; economias de experiência que diminuem os custos unitários através da implementação de melhores práticas que melhoram os índices de produtividade por recurso, sem exigir aumentos de capacidade; economias de gama que provocam uma redução dos custos unitários por via da extensão da utilização dos recursos existentes para outras operações (por exemplo novas linhas de produtos), sem ser igualmente necessária a realização de investimentos para aumento da capacidade de produção.

No entanto, os resultados apenas se transformam em meios financeiros se a negociação dos prazos de recebimento e de stocks for coerente com os prazos de pagamento a fornecedores e ao estado. Caso isso não suceda, o empreendedor corre o risco de ter uma empresa de sucesso a nível económico (com resultados contabilísticos positivos) mas com dificuldades em cumprir as suas obrigações para com terceiros, asfixiando, em primeiro lugar, a situação de tesouraria e, em segundo, a própria rentabilidade do negócio pela recorrência da utilização de fontes de financiamento externas remuneradas (com gastos financeiros) para cobrir esses défices pontuais de tesouraria resultantes de desencontros entre recebimentos e pagamentos. Nesse sentido, o risco financeiro aumenta e poderá a médio e longo prazo impedir a sobrevivência da empresa.

Assim, para além das decisões ao nível operacional da actividade, há que tomar opções sobre as fontes de financiamento externas a utilizar, como empréstimos bancários e leasings, que cubram, por um lado, os investimentos necessários e, por outro, os défices pontuais de tesouraria resultantes de situações de menor liquidez do ciclo de exploração do negócio. Na selecção das fontes de financiamento externas, os empreendedores deverão cumprir a regra do equilíbrio financeiro mínimo que se baseia na ideia de que o grau de exigibilidade (prazos de pagamento) das fontes de financiamento a utilizar deverá ser sempre superior ou igual ao grau de liquidez dos activos (tempo que demoram a transformar-se em meios monetários). Por exemplo, uma máquina que vá funcionar durante 10 anos, não pode ser financiada por um empréstimo bancário a pagar a 6 meses, porque muito dificilmente conseguirá gerar os fluxos de caixa necessários para o seu pagamento em tão curto espaço de tempo.

Em simultâneo, deverão, igualmente, verificar o impacto nos resultados da decisão de financiamento aferindo a capacidade dos excedentes criados para cobrir os encargos financeiros,

impedindo que os resultados diminuam drasticamente por via do aumento dos juros das instituições financeiras e que se destrua a rendibilidade criada com o negócio.

Para controlar a situação de tesouraria, sugere-se o acompanhamento integrado de três indicadores: o fundo de maneo, que permite verificar se as fontes de financiamento de médio e longo prazo cobrem os activos que também geram fluxos de caixa apenas no médio e longo prazo (ciclos de investimento e de financiamento referidos nas decisões estratégicas); as necessidades de fundo de maneo, que constata se os prazos de pagamento se encontram equilibrados face aos prazos de recebimento (ciclo de exploração associado às decisões operacionais); tesouraria líquida que compara os resultados dos indicadores anteriores, de modo a observar se os recursos financeiros gerados nas decisões estratégicas são suficientes para cobrir as necessidades financeiras decorrentes do ciclo normal da actividade.

No entanto, para analisarem a sustentabilidade financeira da empresa durante os anos seguintes, os empreendedores deverão ainda ter em atenção os resultados do indicador *autonomia financeira* – AUF.

O indicador autonomia financeira, é muito utilizado pelas instituições financeiras nos processos avaliação de concessão de créditos e pelo próprio IAPMEI, como requisito para as empresas poderem apresentar candidaturas a subsídios comunitários e, resume o êxito do negócio ao longo do tempo, através da sua capacidade para gerar resultados. A sua forma de cálculo é a seguinte:

$$AUF = \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Activo Líquido}} \times 100$$

Na prática, mede o peso dos capitais próprios no financiamento do investimento (activo líquido) necessário ao funcionamento da actividade. Logo, quanto maior for a capacidade da actividade para gerar resultados, mais os capitais próprios têm tendência a aumentar de valor por via da acumulação de resultados ao longo do tempo, o que demonstra o sucesso sustentado do negócio. Consideram-se positivos valores iguais ou superiores a 20% e 25% (normalmente, são os valores exigidos pelas entidades avaliadoras das candidaturas aos sistemas de incentivos comunitários).

Conhecendo o desempenho financeiro global, torna-se importante conhecer as origens da criação de valor nas organizações para se otimizar a utilização dos recursos.

Face às mudanças constantes no meio empresarial e nas necessidades da procura, a empresa moderna deverá estar orientada para o mercado, exigindo um sistema de informação rigoroso e adequado, que lhe permita monitorizar devidamente a sua actividade e o meio envolvente onde está inserida. Assim, preocupações como a rendibilidade de clientes, o valor gerado por projecto, actividade ou canal de distribuição, são fundamentais para os gestores dos nossos dias, devendo os

instrumentos de planeamento e controlo financeiro adaptar-se a esta nova realidade, com o objectivo de tornarem-se verdadeiros instrumentos de apoio à decisão. Nesse sentido, destacam-se duas áreas importantes na recolha e organização da informação para a tomada de decisão:

- Gerir a informação financeira por segmentos;
- Gerir com base nas actividades.

Em virtude da incerteza sempre presente no contexto empresarial, o acesso à informação e a rapidez de actuação, tornaram-se factores críticos de sucesso nas empresas dos nossos dias. Como tal, a gestão deixou de se centrar na optimização dos custos para passar a ter como prioridade, a análise da rendibilidade dos segmentos onde a empresa actua, sendo que, segmento é uma “unidade organizacional cuja informação é relevante divulgar como suporte para a avaliação do desempenho e tomada de decisão” (Lourenço, 2001). Sendo assim, é cada vez mais frequente verificarmos que o processo orçamental das empresas tem tendência a desagregar a informação por mercados, produtos ou serviços, por unidades de negócio ou centros de responsabilidade, etc. Hoje, a empresa pretende saber o valor gerado e não apenas os níveis de consumos de recursos porque, custos baixos não são sinónimos de bons resultados assim como, custos elevados não provocam obrigatoriamente maus resultados. O que se pretende saber é qual a margem de contribuição com que cada segmento contribui para o resultado da empresa (*Jordan et al*, 2002). Desta forma, segmentando a informação, procura-se determinar quais os segmentos que geram valor e quais os que destroem valor, consumindo recursos, diminuindo a margem e o resultado global.

Em simultâneo, tem sido desenvolvido o conceito de gestão baseada nas actividades, que pretende responder com maior realismo ao apuramento dos custos dos produtos ou serviços, partindo do lema de que: “As actividades consomem recursos e os produtos resultam das actividades” (Rodrigues, 1992).

A gestão baseada nas actividades é fundamental porque, permite evidenciar o funcionamento da organização, bem como identificar os recursos necessários para os níveis de serviço pretendidos e as ineficiências existentes nos processos de trabalho. Em simultâneo, ao partir-se do princípio que os objectivos definidos são obtidos através da realização de actividades, o conhecimento dos seus custos, permite ao gestor verificar mais facilmente a evolução das acções desenvolvidas e medir o alcance do sucesso da organização com mais fiabilidade. Isto porque, a informação extraída diz respeito exactamente ao que se faz e ao que consome os recursos, existindo uma grande confiança na atribuição dos valores aos segmentos definidos, sejam produtos, clientes, mercados, etc (Brimson e Antos, 1994).

Concluindo, podemos constatar que as técnicas de análise financeira têm um papel fundamental no acompanhamento da evolução do negócio, devendo os empreendedores garantir a disponibilização

de informação económica e financeira periódica, de forma a controlarem e agirem sobre eventuais desvios que possam ter impacto negativo na actividade. De referir, ainda, que sempre que possível, esta análise deverá ter em consideração, para além da informação sobre a evolução da empresa, os valores económicos e financeiros de concorrentes ou das médias sectoriais, permitindo aferir com maior precisão a situação real da empresa.

## **5. A avaliação do valor criado após a implementação do negócio**

Como referido anteriormente, um dos principais problemas na monitorização do sucesso de um negócio é o facto de, a decisão da sua criação em termos financeiros ser avaliada com base em fluxos de caixa previsionais, enquanto durante o seu desenvolvimento, o controlo é feito através de indicadores de rendibilidade provenientes das demonstrações financeiras. Assim, torna-se difícil comparar as expectativas de valor com as realizações.

Uma primeira alternativa, é comparar o VAL determinado, aquando da decisão de investimento, com o valor efectivamente criado através dos fluxos de caixa reais obtidos ao longo dos anos. Para tal, o empreendedor deverá ter o cuidado de considerar o montante do VAL, devidamente corrigido para o final do último ano do projecto, de modo a incluir a evolução do valor do capital ao longo dos exercícios económicos. Em termos práticos, estamos a calcular a remuneração acumulada que obteríamos se tivéssemos aplicado o montante do VAL na empresa, pelo número de anos necessários à plena implementação do projecto. Para tal, deverá ser considerada a remuneração pretendida pelos investidores, que designámos anteriormente pelo custo do financiamento da actividade (WACC). Em simultâneo, deverá fazer o mesmo raciocínio para os fluxos de caixa reais obtidos ao longo dos exercícios, capitalizando o seu valor para o último ano, por intermédio novamente da utilização do custo de capital dos investidores como referência da remuneração a criar. De notar, que tal como no cálculo do VAL na decisão de investimento, efectua-se no último ano do projecto a avaliação dos activos e passivos existentes para se verificar o seu contributo para a criação de valor, caso a actividade encerrasse nesse momento. (Neves, 2011).

Se o valor criado for superior ao valor previsto (VAL anteriormente determinado) significa que o negócio conseguiu ultrapassar a rendibilidade prometida aos investidores. Caso contrário, não se conseguiu atingir a remuneração prevista inicialmente. No entanto, esta metodologia apresenta a grande desvantagem da informação necessária não se obter directamente das demonstrações financeiras normalmente utilizadas como referência pelas pequenas e médias empresas (que representam mais de 90% do universo empresarial em Portugal), isto é, o balanço e a demonstração de resultados. O próprio sistema de Normalização Contabilística apenas obriga a elaboração da

demonstração de fluxos de caixa a empresas que ultrapassem determinados limites de volume de negócios, activos e número de pessoas.

Assim, uma segunda alternativa para medir a criação de valor dos negócios implementados, passa pela utilização do indicador ROI que pode ser calculado através dos mapas acima referidos.

Neves (2011), evidencia que o VAL determinado em função dos fluxos de caixa actualizados apresenta o mesmo valor, se calculado através da soma dos EVA's ® actualizados de cada exercício.

Como foi demonstrado anteriormente, a rendibilidade supranormal (ROI - WACC), permite chegar ao mesmo resultado de avaliação do EVA®, o que significa que conseguimos através dos dois indicadores aferir, com o mesmo nível de confiança, a capacidade de criação de valor de uma empresa. Porém, a relação entre estes indicadores, permite, inclusivamente, determinar o mesmo resultado financeiro representativo da capacidade de criação de valor. Multiplicando a rendibilidade supranormal pelo valor do investimento (activo líquido) chegamos ao mesmo resultado do EVA®. Vejamos os seguintes exemplos recorrendo novamente ao ROI e ao RR:

ROI > WACC → RR > 0	ROI < WACC → RR < 0
<p>RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%</p> <p>Se o WACC = 8% <math>RR = 100 - 1.000 * 8\% = 20 &gt; 0</math></p> <p><b>Ou</b> Valor criado = (ROI-WACC) * Activo Valor criado = 2% * 1.000 = <b>20</b></p>	<p>RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%</p> <p>Se o WACC = 12% <math>RR = 100 - 1.000 * 12\% = -20 &lt; 0</math></p> <p><b>Ou</b> Valor criado = (ROI-WACC) * Activo Valor criado = -2% * 1.000 = <b>-20</b></p>

Sendo assim, podemos considerar os resultados do indicador rendibilidade supranormal para comparar as expectativas de criação de valor iniciais (VAL) com a rendibilidade efectivamente criada ao longo do desenvolvimento do negócio.

Para tal, basta igualmente capitalizar o montante do VAL para o final do último ano do projecto e comparar com os valores da rendibilidade supranormal obtida ao longo dos diferentes exercícios, também corrigidos para o mesmo momento da vida do projecto. Em ambos os casos, deverá ser utilizado o WACC (custo do financiamento da actividade) como referência da remuneração a criar anualmente.

Esta alternativa, apresenta como grande vantagem o facto do valor do ROI poder ser retirado anualmente das demonstrações financeiras utilizadas para análise pelos empreendedores, não obrigando a realização de cálculos auxiliares para a determinação dos fluxos de caixa relativos ao negócio.

Concluindo, tendo sempre como referência os capitais valorizados no final do último ano do projecto e, seja através da comparação entre os fluxos de caixa previsionais e reais ou, entre os fluxos de caixa previsionais e a rendibilidade supranormal efectivamente obtida, torna-se essencial determinar a criação de valor real face às expectativas iniciais. Só assim, irá ser possível aprender com o passado para se tomarem melhores decisões relativamente a projectos futuros e garantir-se o crescimento sustentado da organização.

## **Conclusão**

A realização deste trabalho permitiu caracterizar os diferentes tipos de risco que genericamente poderão ter impacto na actividade de uma organização e que deverão ser considerados pelos empreendedores nas várias fases da vida de um negócio.

Para além disso, salientou-se o papel do plano de negócios como instrumento essencial para a identificação e para a cobertura dos diferentes riscos, através da ligação do planeamento estratégico, às acções necessárias para a implementação da actividade e ao planeamento e controlo financeiro.

Como tal, o plano de negócios deve ser um valioso suporte para o empreendedorismo de sucesso.

Em cada uma das fases da vida de um negócio (criação, desenvolvimento e pós-implementação) foram apresentadas as diferentes técnicas de análise financeira que permitem identificar o impacto dos diversos riscos na actividade, bem como a capacidade de criação de valor das organizações. Para além da sua caracterização, pretendeu-se evidenciar a ligação entre os conceitos e metodologias utilizadas nas diferentes fases, demonstrando que existe uma integração nas formas de avaliar o risco e a criação de valor nos vários momentos de um negócio, estando a rendibilidade e o custo do financiamento da actividade na base da análise do sucesso financeiro.

## **Bibliografia**

- ANTHONY, Robert; GOVINDARAJAN, Vijay (2001); *Management Control Systems*; 10ª edição; McGraw-Hill.
- BREALEY, R.; MYERS, S. (1998); *Princípios de finanças empresariais*; 5ª edição; McGraw-Hill.
- BRIMSON, James; ANTOS, John (1994); *Activity – Based Management – for Service Industries, Government Entities and Nonprofit Organizations*; John Willey & Sons, Inc.
- FREIRE, Adriano (2000); *Inovação – Novos Produtos, Serviços e Negócios para Portugal*; Verbo.
- FREIRE, Adriano (1998); *Estratégia – Sucesso em Portugal*; Verbo.
- IAPMEI (2006); *PME na Estrutura Empresarial Nacional*; [www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt).



- JORDAN, Hughes; NEVES, João Carvalho; RODRIGUES, José Azevedo (2002); *O Controlo de Gestão - Ao Serviço da Estratégia e dos Gestores*; 4ª edição; Áreas Editora.
- KPMG Consulting; EIM Small Business Research and Consultancy (2000); *Observatório Europeu sobre as PME*; Comissão Europeia;
- LOURENÇO, Isabel Costa (2001); *A informação Financeira por Segmentos*; ISCTE.
- MATIAS, Rogério (2009); *Cálculo financeiro – teoria e prática*; 3ª edição; Escolar Editora
- MENEZES, Caldeira (2003); *Princípios de Gestão Financeira*; 9ª edição; Editorial Presença.
- MOTA, António; TOMÉ, Jorge (1998); *Mercado de títulos – uma abordagem integrada*; 5ª edição; Texto Editora.
- MOTA, António; NUNES, João; FERREIRA, Miguel (2004); *Finanças empresariais – teoria e prática*; Publisher Team.
- NEVES, João Carvalho (2011); *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*; 2ª edição; Texto Editores.
- NEVES, João Carvalho (2002); *Avaliação de Empresas e Negócios*; McGrawhill.
- NEVES, João Carvalho (2000); *Análise Financeira Volume I – Técnicas Fundamentais*; 12ª
- NEVES, João Carvalho (2000a); *Análise Financeira Volume II – Avaliação do Desempenho baseada no Valor*; Texto Editora.
- NILSSON, Fredrik; OLVE, Nils-Goran (2001); *Control Systems in Multi-Business Companies: From Performance Management to Strategic Management*; European Management Journal, Vol. 19; N°4.
- RODRIGUES, José Azevedo (1992); *Custeio Baseado na Actividade*; Revista Portuguesa de Gestão.
- SANCHEZ, Yvonne; CANTARERO, Gonzalo (2000); *MBA para todos – Finanças, Marketing, Estratégia, Criação de Empresas e Internet*; Publicações Dom Quixote.
- TEIXEIRA, Nuno (2008); *A Rendibilidade e a Criação de Valor*; XIII Encontro AECA – Aveiro.
- TEIXEIRA, Ana Bela; ALVES, Teresa (2003); *A Contabilidade e o Valor, na Perspectiva dos Utilizadores da Informação Financeira*; XV Encontro nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos.
- TEIXEIRA, Nuno; PARDAL, Pedro (2005); *Uma nova visão empresarial*; Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projectos de investigação do IPS.